

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**IMPACTO DO SISTEMA FINANCEIRO IMOBILIÁRIO
PARA A INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA NO RIO DE
JANEIRO A PARTIR DE 2010**

JACQUES VEPRINSKY KESSEL
matrícula nº: 112088023

ORIENTADOR(A): Prof. Nelson Chalfun

ABRIL 2016

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**IMPACTO DO SISTEMA FINANCEIRO IMOBILIÁRIO
PARA A INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA NO RIO DE
JANEIRO A PARTIR DE 2010**

JACQUES VEPRINSKY KESSEL
matrícula nº: 112088023

ORIENTADOR(A): Prof. Nelson Chalfun

ABRIL 2016

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

Dedico este trabalho aos meus avôs, Isaac e Moyses que sempre apoiaram e incentivaram, incondicionalmente, o estudo na minha vida. Estiveram presentes em parte dessa jornada e tenho certeza que estariam muito felizes pelo fim dessa etapa.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus familiares, em especial aos meus avós que implantaram a cultura do estudo na família e aos meus pais pelo apoio durante toda a minha vida. Gostaria de agradecer, também, ao Professor Nelson Chalfun pelo tempo e sugestões durante este trabalho.

RESUMO

A Incorporação Imobiliária é uma atividade que engloba diversas etapas e que demanda muito tempo e dinheiro por parte dos agentes. Dessa forma, os principais participantes da dinâmica imobiliária são apresentados e analisados a partir de suas funções e importâncias para que a compra do terreno e a construção de novos empreendimentos sejam concretizadas.

Como qualquer outra atividade, a Incorporação Imobiliária é regulamentada pelos poderes públicos, portanto, duas leis específicas foram escolhidas para serem apresentadas. A lei do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) de 1964 e a lei do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) de 1997 foram importantes para o desenvolvimento do setor, e, portanto, serão explicadas as inovações que cada uma delas trouxe para a dinâmica imobiliária.

Conforme dados divulgados pela Associação de Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário (ADEMI), observa-se um grande crescimento do mercado imobiliário do Rio de Janeiro a partir do ano de 2010. Este crescimento foi influenciado pela instituição da lei do SFI, e em virtude disso, são apresentados para o leitor, dados de emissão de Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI's), lançamento de novos empreendimento e vendas do período.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	7
CAPÍTULO I - DINÂMICA IMOBILIÁRIA	8
I.1 - APRESENTAÇÃO DOS AGENTES PRINCIPAIS	8
<i>I.1.1 – As Funções dos Agentes Principais e suas oportunidades na Incorporação Imobiliária</i>	<i>9</i>
CAPÍTULO II - INSTITUIÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO IMOBILIÁRIO	20
II.1 – CONTEXTUALIZAÇÃO DO FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO PÓS 1964	20
II.2 – APRESENTAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO IMOBILIÁRIO	23
CAPÍTULO III – SFI COMO UM DOS CAMINHOS PARA O CRESCIMENTO DO MERCADO IMOBILIÁRIO	29
III.1 – ANÁLISE DE DADOS DA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA NO ESTADO DO RIO DE JANEIRO	29
CONCLUSÃO	
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	

INTRODUÇÃO

A partir da década de 1980, começa a se observar que o Sistema Financeiro de Habitação (SFH) não estava conseguindo resolver o déficit habitacional que existia no país, e estava gerando enormes dívidas para o Governo devido à alta inflação da época. Além disso, o SFH não permitia que agentes privados se envolvessem profundamente com o financiamento imobiliário. Dessa forma, sistemas financeiros desenvolvidos em outros países foram estudados para que o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) pudesse ser criado, em 1997, no governo do presidente Fernando Henrique Cardoso.

Para entender todo avanço gerado pelo SFI, é preciso apresentar o papel dos principais participantes da dinâmica imobiliária. Com efeito, o capítulo I é destinado para apresentação da incorporação imobiliária e qual a função de cada agente neste longo e regulamentado processo.

O capítulo II é responsável por apresentar o SFH, que foi um passo muito importante, na época, na tentativa de reduzir o déficit habitacional para a população de baixa renda. Esta lei foi essencial para a Incorporação, mas nos anos de 1980 já estava saturada e, portanto, foi criado o SFI para complementar, e não substituir, o SFH.

A lei criada em 1997 foi uma das responsáveis pelo grande avanço do mercado imobiliário do Rio de Janeiro a partir de 2010. Portanto, no capítulo III, dados acerca de lançamentos, vendas e emissão de Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI's) são apresentados e analisados para auxiliar no entendimento da importância do SFI para o crescimento do mercado imobiliário.

CAPÍTULO I - DINÂMICA IMOBILIÁRIA

Este capítulo tem como objetivo apresentar os principais agentes da incorporação imobiliária e identificar as funções e oportunidades de cada um deles neste mercado. Na primeira parte, será exposta a visão de David Harvey acerca dos participantes apresentados em seu livro “*Social Justice and the City*”¹. Além disso, o capítulo visa mostrar uma ótica mais contemporânea de quem participa da atividade. Na segunda parte, explicaremos a função de cada um dos agentes expostos na primeira parte e as oportunidades que cada um tem ao se inserir na dinâmica imobiliária.

I.1 - APRESENTAÇÃO DOS AGENTES PRINCIPAIS

No livro “*Social Justice and the City*”, o autor busca entender sobre processos sociais, formas espaciais e justiça social dentro do âmbito do urbanismo e organização do espaço. Nesta obra, David Harvey escreve sobre a teoria do uso da terra urbana e apresenta os principais atores inseridos no “*housing market*”, cuja tradução é mercado habitacional. Entretanto, o termo representa um mercado menor, já que considera apenas as construções de moradias enquanto o conceito de mercado imobiliário significa o mercado completo incluindo as produções comerciais e residenciais.

Para iniciar a apresentação dos agentes do mercado imobiliário, começaremos identificando quais são os principais participantes de acordo com David Harvey. Entretanto, é importante lembrar que a obra foi publicada em 1973 e, para entender o mercado imobiliário atual é preciso explicar outros agentes que não são citados no livro “*Social Justice and the City*”.

David Harvey identifica que há diversos grupos envolvidos no mercado imobiliário, o autor começa definindo os “*occupiers*”, as pessoas que ocupam as terras/casas, posteriormente explica a diferença de quem ocupa a terra e de quem é o dono da terra (“*landlords*”). A partir desta diferenciação, definem-se os “*estate agents*” que são conhecidos como corretores imobiliários, os “*developers*” que são as incorporadoras imobiliárias, “*Financial Institutions*”

¹ HARVEY, David, *Social Justice and the City*, John Hopkins University Press 1973 (p. 163-167)

que são as instituições financeiras (bancos, agentes securitizadores,...), e, por último, “*Government Institutions*” que são os governos federal, estadual ou municipal. Os três últimos serão foco dos capítulos II e III ao explicar a lei do Sistema Financeiro Imobiliário criado pelo Governo e o impacto gerado para as instituições financeiras e incorporadoras.

Ao estudar o mercado imobiliário atual, é possível perceber que alguns agentes importantes não foram explicitados na análise de David Harvey. Construtoras, escritórios de arquitetura, especialistas jurídicos, corretores de terreno, compradores e cartórios são exemplos de participantes que precisam ser citados e explicados para podermos compreender o funcionamento da dinâmica imobiliária e as oportunidades encontradas por cada um deles.

1.1.1 – As Funções dos Agentes Principais e suas oportunidades na Incorporação Imobiliária

Antes de explicar as funções de cada um dos agentes citados acima, é preciso entender o conceito de “Incorporação Imobiliária”, a fim de melhor entender o papel e os interesses dos “*stakeholders*”, partes interessadas do negócio.

“(...) incorporar nos remete a ideia de reunir ou juntar, duas ou mais coisas, num só corpo ou em uma única estrutura. Em se tratando de construção civil, as duas coisas que se tornarão únicas são o terreno e o prédio que nele será construído. O prédio será incorporado ao terreno.”²

“Incorporação Imobiliária é o ato de empreender um projeto imobiliário. É quando uma pessoa (física ou jurídica) se compromete a construir um edifício ou conjunto deles, como apartamentos e áreas comuns. O incorporador também pode comercializar as unidades antes (na fase da planta) ou durante a fase de construção do empreendimento.”³

“(...) a definição de incorporação imobiliária, constante do art. 28, parágrafo único da Lei nº 4.591/64, esclarece que incorporação imobiliária é a atividade exercida com o intuito de promover e realizar a construção, para alienação total ou parcial, de edificações ou conjunto de edificações compostas de unidades autônomas”⁴

Com este conceito esclarecido, é possível olhar com mais cuidado para os agentes envolvidos na dinâmica imobiliária segundo David Harvey em “*Social Justice and the City*”.

² ImóveisSJC, O que é Incorporação Imobiliária?

³ Portal VGV, O que é Incorporação Imobiliária? Saiba o significado deste termo tão comum no mercado imobiliário

⁴ ImóveisSJC, O que é Incorporação Imobiliária?

O primeiro a ser apresentado é o “*occupier*”⁵, este pode ser o dono da terra (“*landlords*”)⁶ ou quem apenas a ocupa, focaremos no primeiro tipo. Para este, a terra (ou terreno que é o termo mais utilizado) possui o valor de ser a sua moradia e, em alguns casos, o seu sustento é proveniente do que é produzido na terra, entretanto, para a atividade da incorporação, o valor da terra é definido pelo potencial de construção no local, conhecido como Valor Geral de Vendas (VGV). Portanto, o que determina se o terreno é valioso é o quanto a incorporadora conseguirá construir de unidades autônomas e vender no mercado, dessa forma, quanto melhor a localização e os benefícios da Prefeitura (será explicado mais a frente) no local do terreno, maior poderá ser o preço exigido pelo dono do terreno no momento da venda do mesmo. O pagamento poderá ser feito em dinheiro, em diversas parcelas, ou em permuta, isto é, em unidades de algum empreendimento da empresa compradora (inclusive no que será construído no local). Todas as condições de pagamento devem ser acordadas e formalizadas em contratos.

Já que o terreno é a matéria-prima principal da incorporação, as empresas deste ramo buscam incessantemente por terrenos para possibilitar novas construções. Para encontrar os terrenos disponíveis, há diversas formas, entretanto as principais são a prospecção ativa e o contato com corretores de terreno. A primeira acontece de forma autônoma pela empresa com a busca de terrenos que estejam disponíveis para venda e que possam ser lucrativos, já a segunda ocorre com o intermédio de um corretor (“*estate agent*”)⁷, uma pessoa ou empresa que tenha sido procurada para auxiliar na venda em troca de uma comissão, que é calculado como um percentual do valor da venda. Nesta negociação, todos buscam maximizar seus ganhos, portanto, o vendedor do terreno tentará o maior valor possível na venda do imóvel, o corretor tentará intermediar o máximo de vendas pelo maior preço de venda (já que sua remuneração costuma representar uma porcentagem da negociação) e o comprador tentará pagar o mínimo para que seus lucros sejam ainda maiores com a incorporação.

A partir do momento que o terreno foi encontrado e está em negociação para compra, a incorporadora (“*developer*”)⁸ inicia os estudos de viabilidade econômica para avaliar se o terreno será lucrativo para desenvolver um projeto. O estudo de viabilidade econômica é feito com a previsão de receita que será oriunda da venda das unidades construídas e com a previsão de todas as despesas daquele projeto, portanto, esta é uma das etapas mais importantes na incorporação imobiliária já que é ela que define se a compra será efetivada.

⁵ Harvey, 1973:163

⁶ Harvey, 1973:164

⁷ Harvey, 1973:164

⁸ Harvey, 1973:165

Dessa forma, é necessário prever com precisão o volume de receita e despesa e em que momento ela deve ocorrer, pois, isso impacta os indicadores financeiros que são analisados pelas empresas do mercado.

A viabilidade econômica do projeto pode ser avaliada com base no resultado do seu fluxo de caixa descontado. É possível avaliar um projeto de diversas formas. A tabela 1.1 apresenta os principais indicadores utilizados para aferir a viabilidade de um projeto: Taxa Interna de Retorno (TIR), Lucro a Valor Presente (VP), Margem Líquida a Valor Presente e Exposição Máxima.

A TIR é a taxa de juros que gera um valor presente líquido (VPL) nulo, no caso da incorporação, o lucro é trazido a VP. De acordo com a tabela 1.1, o projeto fictício possui uma TIR a.a (ao ano) de 36,56%. Considerando, por exemplo, a TAXA SELIC⁹ atual (ABRIL de 2016) de 14,25% a.a, seria vantajoso investir o capital em um projeto como esse, pois o rendimento é superior. Caso a incorporadora imobiliária, precise de algum financiamento para o pagamento das parcelas do terreno e todos os custos iniciais referentes à prospecção e diligências técnicas e jurídicas, é importante que esta taxa passiva seja considerada no cálculo dos indicadores financeiros do projeto.

O Lucro a VP mostra qual o montante de lucro que o projeto em questão está gerando para empresa caso todas as previsões de receita, custos e despesas se realizem no período certo. A Margem Líquida VP é uma relação entre o Lucro VP e a Receita VP, este indicador mostra qual percentual da receita está sendo transformada em lucro até o final do projeto. Todos os números deste indicador são trazidos a valor presente a uma taxa definida pela empresa que pode ser seu custo médio de captação (média dos custos de captação ponderados pelo valor da dívida) ou uma taxa padrão de mercado como a TAXA SELIC ou o TAXA CDI (Certificado de Depósito Interbancário)¹⁰. Como os custos de terreno e diligências acontecem no início do projeto e a receita no fim da construção, é importante que os imprevistos sejam minimizados, pois caso haja um atraso na entrada da receita, os indicadores financeiros são impactados.

A Exposição máxima é o montante máximo, em dinheiro, que o incorporador colocou no projeto, isto é, neste projeto fictício, os gastos iniciais, até que houvesse receita, serão de R\$ 10.554.721,37. Se a incorporadora tiver problemas de fluxo de caixa, a exposição pode ser

⁹ Banco Central do Brasil

¹⁰ CETIP

um empecilho à compra do terreno. Entretanto, há formas de reduzir esta exposição com pagamento de terreno em permuta (unidades a serem construídas e não em dinheiro) e financiamento da obra, neste último, as instituições financeiras possuem um papel determinante, pois são elas que realizam o empréstimo.

Tabela 1 – Indicadores Financeiros de um estudo de Viabilidade Econômica

RESULTADOS	
Receitas à VP	33.527.564,88
Despesas à VP	25.013.692,62
Lucro Imobiliário à VP	8.468.944,07
Exposição Máxima	10.554.721,37
Data (Exposição Máxima)	out-16
Margem Líquida VP	25,26%
Lucro / Exposição	85,30%
Lucro / Terreno	113,66%
Taxa de Desconto a.a	10,00%
Duration (Anos)	3,47
Payback (Meses)	44,00
TIR a.a	36,56%
TIR a.m	2,63%

Fonte: Material da Incorporadora MDL Realty com números de um projeto fictício

Para realizar as previsões com assertividade, a incorporadora precisa realizar diversos estudos acerca da situação do terreno, do potencial de construção, questões ambientais, tipo de consumidor da região, entre outros. Como todos estes estudos precisam ser muito precisos, a incorporadora deve contratar diversos escritórios especialistas em cada um dos principais temas, possibilitando a melhor previsão possível de orçamentos, especificidades do terreno e possíveis problemas jurídicos.

O primeiro estudo a ser explicado é a diligência jurídica que é a pesquisa para saber se há algum problema jurídico com o terreno ou seu dono. É importante saber se há alguma dívida de IPTU (Imposto Predial Territorial Urbano), se o terreno está em inventário e se há mais de um dono já que será preciso que todos os vendedores estejam de acordo com o negócio. Todas as informações que podem dificultar ou gerar demora na regularização do terreno, e consequentemente um atraso no lançamento das unidades no mercado, devem ser esclarecidas antes da compra para que a viabilidade econômica e os indicadores financeiros reflitam a realidade.

É importante, também, realizar as diligências técnicas que englobam estudos de massa, sondagem, fundações e socioambientais. O estudo de massa deve ser uma das primeiras etapas da incorporação, e antes de iniciar suas projeções é importante saber a altura máxima e a área máxima que podem ser construídas no local e qual são os custos caso tenha interesse em aumentar esse potencial de construção. Tudo isso é definido no Plano Diretor da cidade em questão, dessa forma, vemos que o Governo (“*Government Institution*”)¹¹ possui um papel essencial nesta etapa.

O Governo, neste caso, municipal, também é responsável por regulamentar e garantir que as novas construções não gerem impactos socioambientais, portanto, todos os estudos precisam ser realizados e licenças prévias obtidas. Multas por não cumprimento de alguma exigência ou desmatamento ilegal podem inviabilizar um projeto. Em alguns casos, o impacto socioambiental da construção fora das normas é tão alto que é exigido que seja paga alguma compensação financeira ou até a demolição do projeto. Os impactos sociais podem ser entendidos de diversas maneiras, entre as quais se destacam o prejuízo ao trânsito de carros, déficit de escolas, hospitais e insuficiência das redes de gás, água e esgoto caso o maior número de habitantes com a construção torne as ruas, as escolas, os hospitais e as redes citadas insuficientes para todos os habitantes da área. Assim a incorporadora pode ser impedida de construir no local ou obrigada a ampliar a oferta destes serviços se forem entendidos como deficitários.

“Art. 1º Na execução da política urbana, de que tratam os arts. 182 e 183 da Constituição Federal, será aplicado o previsto nesta Lei. Parágrafo único. Para todos os efeitos, esta Lei, denominada Estatuto da Cidade, estabelece normas de ordem pública e interesse social que regulam o uso da propriedade urbana em prol do bem coletivo, da segurança e do bem-estar dos cidadãos, bem como do equilíbrio ambiental.”¹²

“Seção XII. Do estudo de impacto de vizinhança
Art. 36. Lei municipal definirá os empreendimentos e atividades privados ou públicos em área urbana que dependerão de elaboração de estudo prévio de impacto de vizinhança (EIV) para obter as licenças ou autorizações de construção, ampliação ou funcionamento a cargo do Poder Público municipal.”¹³

A receita futura do projeto é calculada a partir da metragem construída multiplicada pelo preço do metro quadrado (m2). Portanto, para maximizar a receita é essencial que seja construído próximo do limite permitido. O limite é definido pelo Município, mas pode ser

¹¹ Harvey, 1973:166

¹² BARROS, A. M. F. B.; CARVALHO, C. S. e MONTANDON, D. T. (2010). “O Estatuto da Cidade comentado (Lei Nº 10. 257 de 10 de julho de 2001)

¹³ BARROS, CARVALHO e MONTANDON, 2010

alterado caso a Outorga Onerosa (taxa paga para aumento do potencial máxima de construção) seja permitida. O preço das unidades é uma variável que deve ser definida a partir de um estudo da região e dos concorrentes para saber qual deve ser o preço a ser cobrado no novo empreendimento. Tipos de unidades (número de quartos, suítes, banheiros,...), facilidades do condomínio e localização são os principais diferenciais a serem considerados.

“O estudo de massas é um breve resumo do volume e das áreas ocupadas por um edifício que ainda não foi projetado baseado nas limitações dos indicadores. Estes indicadores estão presentes em praticamente todas as legislações e os principais são:

- Altura máxima ou Gabarito: é comprimento vertical máximo permitido a uma edificação. Você precisa entender qual a forma de calcular essa altura, algumas prefeituras desconsideram a caixa d'água enquanto outras consideram do piso do térreo até o piso da cobertura, enfim, certifique-se exatamente qual o gabarito que o fiscal de aprovação considerará. (...)
- Taxa de ocupação: também é um valor percentual da projeção máxima que a edificação tem no térreo em comparação com a área total do terreno. (...)
- Coeficiente ou Índice de Aproveitamento: esse é um dos indicadores mais importantes para o empreendedor imobiliário, ele diz qual é a área de construção máxima permitida em função da área do terreno. (...), certifique-se o que é área construída para a sua prefeitura, em muitos casos os subsolos e as varandas (sacadas) não entram no cálculo, e esses detalhes podem alterar financeiramente o desempenho do seu investimento. ”¹⁴

“Seção IX. Da outorga onerosa do direito de construir

Art. 28. O plano diretor poderá fixar áreas nas quais o direito de construir poderá ser exercido acima do coeficiente de aproveitamento básico adotado, mediante contrapartida a ser prestada pelo beneficiário.

§ 1º Para os efeitos desta Lei, coeficiente de aproveitamento é a relação entre a área edificável e a área do terreno.

§ 2º O plano diretor poderá fixar coeficiente de aproveitamento básico único para toda a zona urbana ou diferenciado para áreas específicas dentro da zona urbana.

§ 3º O plano diretor definirá os limites máximos a serem atingidos pelos coeficientes de aproveitamento, considerando a proporcionalidade entre a infraestrutura existente e o aumento de densidade esperado em cada área. ”¹⁵

Com o estudo de massa feito, começa a análise do solo, e os dois principais estudos são a sondagem e fundação. A sondagem é importante, pois, auxilia na identificação do tipo de solo e subsolo que é essencial para o orçamento do custo de construção (maior custo da incorporação imobiliária).

Outro fator que impacta fortemente no custo de construção é a fundação, este visa identificar se há algum tipo de fundação existente no local e qual seria o custo das novas

¹⁴ Escola Online de Investimentos Imobiliários, Estudo de Massa

¹⁵ BARROS, CARVALHO e MONTANDON, 2010

fundações que devem ser colocadas no terreno para sustentar o novo empreendimento a ser construído. Caso este orçamento seja feito incorretamente ou não tenha sido orçado a retirada de alguma estrutura antiga do terreno, os resultados da viabilidade econômica não refletirão a realidade. Já que este texto visa entender a dinâmica imobiliária e não técnicas da engenharia, utilizaremos a definição deste estudo conforme um sítio especializado: “O projeto de fundações é uma etapa importante de qualquer construção, de todos os portes. Afinal, é sobre a fundação que repousa todo o peso da obra, e de nada adiante construir sobre uma base instável.”¹⁶

Com todos estes estudos prontos, a incorporadora pode pedir um orçamento preliminar do custo de construção a alguma construtora para verificar se o terreno ainda se enquadra nos indicadores financeiros mínimos exigidos pela empresa (TIR, Margem Líquida a VP,...) para poder seguir com a compra. O orçamento precisa englobar os custos de material e mão de obra relacionados a construção do projeto e os Benefícios e Despesas Indiretas (BDI) (valor que a construtora cobra para executar e se ressarcir dos custos indiretos associados ao projeto, conhecido no mercado como o lucro da construtora). A incorporadora verifica o valor das despesas que serão necessárias para construir o empreendimento, estes orçamentos internos devem considerar o marketing para venda das unidades, o valor para definição de projeto de arquitetura (feito por um escritório especializado), os custos cartoriais (todos os contratos precisam ser oficializados com reconhecimento de firma).

Considerando que todas as etapas foram realizadas com sucesso e o projeto parece gerar retorno financeiro para a incorporadora, a compra do terreno é realizada e começam as etapas pós-compra que são a definição do projeto, aprovar o mesmo na prefeitura, registrar o memorial de incorporação e lançar o projeto.

A definição do projeto envolve muitos detalhes e deve ser feita com uma equipe especializada ou um escritório de arquitetura. Todo o processo se inicia no Estudo Preliminar que deve ser adequado na funcionalidade, padrões de qualidade e custos de obra que estejam de acordo com o previsto na viabilidade econômica. Aprovado pelo cliente, o Anteprojeto é elaborado, e ele constitui a configuração inicial do projeto arquitetônico, sendo que a partir disso, torna-se possível iniciar o processo de Aprovação do Projeto, que consiste em levar o projeto para os órgãos públicos e conseguir todas as aprovações necessárias (em especial, Prefeitura Municipal, concessionárias de serviços públicos e Corpo de Bombeiros), antes de lançar o empreendimento, ou seja, a disponibilização das unidades no mercado. Há, ainda, a

¹⁶ Instituto Brasileiro de Desenvolvimento da Arquitetura

obrigação de registrar o memorial de incorporação, que é uma segurança ao comprador do imóvel.

“Dessa maneira, o memorial, a ser registrado no cartório de imóveis da região da construção, é composto de 15 documentos, entre os quais certidões negativas de débitos com a Receita Federal e Previdência Social; prova de propriedade do terreno; projeto de construção do empreendimento devidamente aprovado junto ao órgão competente; e discriminação detalhada do acabamento e material que serão utilizados. A construtora descreve o imóvel no memorial, firma em cartório e fica obrigada a entregar fielmente o que está afirmando. A descrição, portanto, deve ser perfeitamente igual à planta e ao projeto aprovado.”¹⁷

Com todas estas aprovações e o projeto definido, as especificações são levadas para uma construtora para que o orçamento final do custo de construção seja elaborado e que a obra possa ser então iniciada.

O lançamento do empreendimento pode ser feito após todas estas etapas cumpridas, entretanto, ao pensar em um produto no mercado, sabemos que o nome é essencial para melhorar as vendas e com o mercado imobiliário não é diferente. Portanto, é preciso definir um nome e uma logomarca que seja relacionado ao produto, no caso, o novo empreendimento. Estas definições podem ser feitas pela empresa, internamente, ou através da contratação de algum escritório de marketing. O importante da definição do nome e da logomarca é que eles estarão presentes em todo material publicitário do projeto, um exemplo é o material publicitário do Reserva Pontal lifestyle incorporado pela MDL Realty (ver figura 1.1).

¹⁷ LOURENÇON, Ana Carolina, *Construção Mercado*

Figura 1 – Material Publicitário do Lançamento do Reserva Pontal lifestyle.



Fonte: Material obtido com a Incorporadora

Com o início da obra e da comercialização das unidades, a incorporadora precisa começar a controlar as vendas, o fluxo dos recebíveis (parcelas pagas pelos clientes), o andamento da obra e todos os problemas que possam acontecer no período. É muito comum que as incorporadoras, para diminuir a exposição de caixa da empresa, captem um financiamento (conhecido como Plano Empresário) para a obra com um banco (“*Financial Institution*”), esta captação costuma representar um percentual do valor do custo de construção e por ter como garantia as unidades, a taxa de juros cobrada é muito baixa se comparada a empréstimos para outros setores da economia. Entretanto, o valor do financiamento é liberado conforme evolução física da obra e não como um empréstimo comum em que o valor financiado é disponibilizado no ato.

A primeira função importante do banco é realizar este empréstimo para as incorporadoras. Contudo, as instituições financeiras podem exercer mais funções na dinâmica imobiliária. Os bancos, também, são muito importantes na fase do repasse que acontece no fim da obra, quando o cliente, para receber as chaves de sua unidade, precisa quitar a mesma ou financiar com a própria empresa responsável pelo projeto. As incorporadoras costumavam financiar quase todos os clientes, entretanto, essa realidade mudou bastante. O repasse consiste na transferência da dívida de quem adquiriu a unidade com a incorporadora para o banco, ou seja, o comprador passa a dever ao banco e a incorporadora recebe o valor do banco integralmente.

“Ao ser entregue a unidade habitacional, o comprador precisa quitar o imóvel com a incorporadora. Na maioria dos casos os compradores financiam em um banco o restante da dívida relativa ao imóvel. (...). Quando o comprador do imóvel passa a pagar ao banco, e não mais à incorporadora, há o que o mercado denomina por repasse de financiamento.”¹⁸

Além dos dois papéis fundamentais que os bancos exercem, eles, ainda, podem ser agentes securitizadores que são entendidos, na dinâmica imobiliária, como uma antecipação de receita. As incorporadoras possuem recebíveis de longo prazo provenientes de unidades que foram financiadas com a própria incorporadora, ou seja, de unidades que não foram repassadas ao banco. Dessa forma, são fluxos longos que a empresa pode querer antecipar de alguma forma, portanto, pode ser emitido, pelo banco, um título que tenha como garantia esses recebíveis, e assim sendo, a empresa consegue agilizar o recebimento deste fluxo, e em troca dessa “antecipação”, os bancos recebem uma remuneração, taxa de juros que é oficializada em contrato. “Esses títulos são caracterizados por um comprometimento de pagamento futuro, de principal e juros, a partir de um fluxo de caixa proveniente de um grupo de ativos selecionados.”¹⁹

Pode-se enxergar a viabilidade econômica como um fluxo de caixa conforme explicado anteriormente. Por esse motivo, a escolha da incorporadora de repassar o cliente ou securitizar os seus recebíveis passa, também, pelo estudo de viabilidade do empreendimento. Entretanto, é importante ressaltar que uma possível necessidade de caixa, no curto prazo, obriga as incorporadoras a repassarem seus clientes ou antecipar recebíveis.

“Para que a empresa tenha um retorno positivo, ela precisa conceder o financiamento a uma taxa superior a que ela paga para captar recursos. No caso de empresas mais endividadas e com problemas de liquidez de curto prazo, esse custo de captação de capital já é bastante elevado, o que pode tornar os juros cobrados de clientes pouco acessíveis. Em geral, o financiamento direto é taxado a cerca de 12% ao ano mais a correção monetária feita pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), ou cerca de quatro pontos percentuais acima da taxa básica de juros, a Selic.”²⁰

Pela ótica dos clientes, os bancos públicos possuem as taxas mais baixas do mercado, entretanto, as aprovações de crédito são mais limitadas e, portanto, para não terem que desistir das unidades compradas, se vêem obrigados a financiar com a própria incorporadora (caso seja do interesse das duas partes). Na tabela 1.2, é possível comparar as taxas dos diferentes bancos conforme pesquisa realizada pela área de Repasse da MDL Realty.

¹⁸ VIZIA, De Bruno, Construção Mercado

¹⁹ UQBAR, Securitização de Ativos Financeiros, 2014

²⁰ QUIZA, Eduardo, Estado de São Paulo

Tabela 2 – Taxas de Repasse dos Principais Bancos Públicos e Privados

Banco	RESIDENCIAL		
	Taxa *	% Financiável	Prazo máximo
BB	11,1% a 11,5% a.a.	Até 80%	Até 360 Meses
Itaú	10,3% a 11,5% a.a.	Até 75%	Até 360 Meses
Santander	10,9% a 11,5% a.a.	Até 80%	Até 420 Meses
Caixa	9,8% e 11,5% a.a.	Até 80%	Até 420 Meses
Bradesco	10% a 12% a.a.	Até 80%	Até 360 Meses
CITI	10,6% a.a.	até 80%	Até 420 Meses
Intermedium	IGPM + 12%	Até 80%	Até 180 Meses

Fonte: Material da Incorporadora elaborado pela MDL Realty²¹

Após a explicação da dinâmica imobiliária, é possível perceber que a Incorporadora Imobiliária não precisa ser a responsável pela execução de todas as etapas envolvidas no processo, é muito comum que a empresa não possua a expertise necessária para fazer todo o processo internamente. Entretanto, é importante lembrar que terceirizar etapas pode sacrificar parte dos resultados financeiros, já que os preços pagos por estes serviços e consultorias costumam ser significativamente maiores.

Se retomarmos a definição de incorporação, reunir duas ou mais coisas, podemos entender a incorporadora imobiliária como a responsável pela incorporação (juntar o terreno e o prédio a ser construído), mas, também, como o agente que reúne todos os processos necessários para que um novo empreendimento seja erguido, desde a compra do terreno, passando pelas etapas de estudos e definição do projeto até a comercialização das unidades.

Esse processo é muito longo e demorado, podendo levar até 10 anos, e regulamentado por diversas leis, algumas delas relacionadas ao repasse e à securitização de recebíveis serão expostas e desenvolvidas com mais detalhes no próximo capítulo para possibilitar um maior entendimento sobre as particularidades do mercado imobiliário.

²¹ Material de Lançamento do Reserva Pontal lifestyle

CAPÍTULO II – INSTITUIÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO IMOBILIÁRIO

Apesar do Sistema Financeiro Habitacional (SFH) criado em 1964 ainda estar vigente, observou-se em meados da década de 1980 que este sistema passava por dificuldades dado o déficit habitacional no país e o enorme descasamento entre os índices de correção dos saldos devedores e dos valores das parcelas. Portanto, em 1997, foi criado o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) que trazia diversas inovações para modernizar o setor e trazer reflexos positivos na construção civil e na indústria habitacional.

Neste capítulo, serão apresentados o SFH e suas limitações com o passar dos anos e como o SFI conseguiu corrigir algumas deficiências do sistema anterior, inovando nos valores financiados e na questão de garantias para assegurar captações de recursos de longo prazo.

II.1 – CONTEXTUALIZAÇÃO DO FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO PÓS 1964

O Sistema Financeiro Habitacional foi criado pelo Governo Federal através da lei nº 4380, de 21 de Agosto de 1964. Este nasceu em uma conjuntura de intervenção do estado na economia, regulação de mercados e direcionamento de recursos onerosos a partir de critérios políticos. Apesar disso, a lei tinha como principal objetivo facilitar a aquisição da casa própria e reduzir o déficit habitacional para as classes de menor renda. O SFH também serve para aquisição de terreno desde que seja para construção de uma casa ou de um empreendimento imobiliário a fim de aumentar a oferta de habitações.

“Art. 1º O Govêrno Federal, através do Ministro de Planejamento, formulará a política nacional de habitação e de planejamento territorial, coordenando a ação dos órgãos públicos e orientando a iniciativa privada no sentido de estimular a construção de habitações de interesse social e o financiamento da aquisição da casa própria, especialmente pelas classes da população de menor renda.”¹

O SFH, desde sua criação, era composto pelo Banco Nacional da Habitação (BNH) e pelas Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI's). O primeiro foi criado com a função de orientar e controlar o SFH. O BNH tinha diversas responsabilidades, entre elas estavam o incentivo a formação de poupança para o sistema, controlar as SCI's e seus acessos ao mercado de capitais, garantir os recursos creditados e refinarciar as operações das SCI's

¹ Lei nº 4380, de 21 de Agosto de 1964

através dos serviços de redesconto e de seguros. Além de todas as funções apresentadas, o BNH era o responsável pelo estabelecimento das condições gerais do SFH, ou seja, pela definição de prazos, juros, condições de pagamentos e garantias.

O segundo funcionava como um agente financeiro do SFH e dependia do BNH para funcionar como descrito acima. As SCI's eram proibidas de realizar qualquer operação que não fosse o financiamento para construção, venda ou aquisição de terrenos e unidades autônomas ou casas construídas.

A partir da apresentação dos principais integrantes do SFH, fica evidente que a iniciativa privada não determinava as normas, apenas era responsável pela promoção e execução de empreendimentos habitacionais conforme as diretrizes urbanísticas de cada cidade. O BNH era a principal peça para o bom funcionamento do sistema que era todo normalizado e regulado pela iniciativa pública.

As três principais fontes de recursos são a Caderneta de Poupança, o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e Letras Imobiliárias. O BNH era responsável por gerir os recursos do FGTS, usando-os para financiamento e refinanciamento de elaboração e execução dos conjuntos habitacionais. Os financiamentos poderiam ser diretos, ou seja, o BNH utilizava os recursos do FGTS para financiar as incorporadoras e possibilitar novas construções, ou indiretos, o BNH financiava as SCI's que financiavam as incorporadoras. As SCI's ainda poderiam captar junto ao público através da Caderneta de Poupança ou através da emissão de letras imobiliárias.

O principal objetivo, conforme já citado, era diminuir o déficit habitacional para população de menor renda, portanto, a lei prevê algumas limitações ao financiamento das habitações (Art. 6º). O valor total da transação não pode ultrapassar 200 (duzentas) vezes o salário mínimo e a área total construída não pode ser maior do que 100 (cem) m².

Além disso, o financiamento é conforme tabela PRICE, o que significa que as prestações são mensais e com o mesmo valor (sem considerar a correção monetária) e a taxa de juros cobrada do cliente não pode ser acima de 10% ao ano, conforme lei. Ao considerarmos a Taxa SELIC atual de 14,25% a.a (ABRIL de 2016)², é possível verificar que a taxa de juros máxima cobrada pelo SFH é abaixo da taxa de juros básica da economia

² Banco Central do Brasil

brasileira. Isso mostra que o Governo criou um sistema que auxilia e cria condições reais para a compra de uma moradia.

Outra importante característica da lei do SFH foi a instituição da correção monetária nos contratos que permitiu o reajuste das parcelas de amortizações e juros. O reajuste seria indexado por uma taxa calculada e divulgada mensalmente pelo Governo. Esta medida foi de extrema importância já que o contexto brasileiro na época da criação do Sistema Financeiro Imobiliário era de alta inflação³. Essa medida serviu como um instrumento garantidor para os bancos e incorporadoras que financiavam clientes.

“Art. 5º Observado o disposto na presente lei, os contratos de vendas ou construção de habitações para pagamento a prazo ou de empréstimos para aquisição ou construção de habitações poderão prever o reajustamento das prestações mensais de amortização e juros, com a conseqüente correção do valor monetário da dívida toda a vez que o salário mínimo legal fôr alterado.

§ 1º O reajustamento será baseado em índice geral de preços mensalmente apurado ou adotado pelo Conselho Nacional de Economia que reflita adequadamente as variações no poder aquisitivo da moeda nacional.”⁴

Além de corrigir o fluxo da dívida, a correção monetária também se dava nas Cadernetas de Poupança e no FGTS, garantindo à população que não haveria perdas reais por causa da inflação. Dessa forma, Cadernetas de Poupança e Letras de Crédito se tornaram opções atrativas para aplicação do dinheiro devido às suas seguranças e rentabilidades, portanto, houve um grande aumento na oferta destes recursos após a adoção do SFH, possibilitando a alavancagem do setor de construção civil, responsável pelas construções habitacionais para diminuir o déficit habitacional.

No primeiro momento, a correção monetária foi essencial para ter a Caderneta de Poupança e as Letras de Crédito como fontes de recursos. Entretanto, a lei também previa a correção do saldo devedor conforme variação do salário mínimo. As prestações, conforme visto anteriormente, eram parcelas iguais ajustadas anualmente, mas o saldo devedor era corrigido trimestralmente, portanto, havia um descompasso entre a atualização das parcelas e do saldo devedor, fazendo com que o cliente tivesse enorme dificuldade de quitar seu financiamento.

³ A inflação aumentou ainda mais nas décadas de 1970 e, principalmente, 1980

⁴ Lei nº 4380, de 21 de Agosto de 1964

Para garantir o pagamento deste resíduo de saldo devedor criado pela diferença de período de correção monetária, foi criado, em 1967, o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS). Após o pagamento de todas as parcelas previstas em contrato, o FCVS quitaria o saldo devedor decorrente dessa diferença de periodicidade. No final dos anos 1970, com o aumento da inflação no país, houve um crescimento do descasamento entre os índices de correção dos saldos devedores e dos valores das parcelas e, portanto, o saldo residual foi enorme. Todo este “descompasso” que gerou um enorme prejuízo foi absorvido pelo Tesouro Nacional.

“O FCVS, criado para cobrir os resíduos dos saldos devedores não pagos pelo mutuário no final do contrato, gerou uma dívida potencial de R\$ 60 bilhões por causa dos benefícios concedidos pelo governo aos mutuários ao longo das décadas passadas.”⁵

Em 1986, com a extinção do BNH e transferência constante de recursos para o Banco do Brasil, posteriormente, para o Ministério da Habitação e, por fim, para Caixa Econômica Federal (CEF), o sistema se deteriorou mais ainda devido à falta de normas. A CEF ainda tentou criar a Carta de Crédito, que consistia em uma pré-aprovação de crédito segundo o salário do mutuário. O interessado teria 180 dias para conseguir um imóvel com o valor compatível ao aprovado, entretanto, esta medida não gerou resultado já que só foram concedidas cinco mil Cartas de Crédito.

A estabilização da inflação, a partir do Plano Real, foi enxergada com perspectivas otimistas de um possível reaquecimento do mercado imobiliário, contudo, estas expectativas não foram confirmadas e verificou-se a necessidade da criação de um novo sistema que pudesse estimular o mercado e reduzisse o déficit imobiliário.

II.2 – APRESENTAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO IMOBILIÁRIO

Em novembro de 1997, em um contexto de estabilização da inflação e novo padrão monetário, o Real, foi sancionada pelo Fernando Henrique Cardoso, presidente na época, a lei nº 9514. Esta lei colocou em prática um projeto que estava sendo desenvolvido pelo setor de crédito imobiliário desde o início dos anos 1990 e possibilitou que fosse iniciada uma nova era para o mercado imobiliário.

⁵ EconomiaNet, Sistema Financeiro de Habitação

O projeto que culminou na criação desta lei levava em consideração uma análise minuciosa de diversos países e a relação entre financiamento habitacional e a existência de garantias efetivas, autonomia na contratação de operações e um mercado de crédito imobiliário capaz de captações de longo prazo (período compatível com o tempo da incorporação imobiliária). Dessa forma, o SFI foi criado segundo modelo baseado nos mais modernos mercados de financiamento imobiliário que existiam no mundo, tentando integrar as operações imobiliárias com o mercado de capitais.

A finalidade do SFI é estimular o financiamento imobiliário, mas a lei, diferentemente do SFH, não fala em interesse social e política de habitação para as classes da população de menor renda. Essa questão mostra que o SFI não foi criado para substituir o SFH, e sim para complementá-lo em questões nas quais este não era suficiente.

“Art. 1º O Sistema de Financiamento Imobiliário - SFI tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos.”⁶

Diferentemente do SFH, a nova lei permitiu que diversas instituições pudessem participar da dinâmica do financiamento imobiliário e a participação do Governo ficou limitada aos bancos comerciais estatais, dando mais liberdade às instituições privadas.

“Art. 2º Poderão operar no SFI as caixas econômicas, os bancos comerciais, os bancos de investimento, os bancos com carteira de crédito imobiliário, as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo, as companhias hipotecárias e, a critério do Conselho Monetário Nacional - CMN, outras entidades.

Art. 3º As companhias securitizadoras de créditos imobiliários, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades.”⁷

Até 1997, apenas imóveis com o valor máximo de duzentos (200) salários mínimos poderiam ser financiados, e com a instituição do SFI, foram criadas oportunidades para que imóveis, de maior valor, pudessem ser objeto de financiamento. Nesta lei, não havia menção ao valor máximo do imóvel que se enquadra no SFI e a taxa do empréstimo é negociada em contrato.

⁶ Lei nº 9514, de 20 de Novembro de 1997

⁷ Lei nº 9514, de 20 de Novembro de 1997

Ao estudar os mais avançados sistemas de financiamento, verificou-se que havia uma necessidade de garantias fortes para que os financiamentos imobiliários fossem ampliados, sendo que como garantia seriam aceitas as operações que constam no Art. 17º da Lei do SFI.

“Art. 17. As operações de financiamento imobiliário em geral poderão ser garantidas por:

I - hipoteca;

II - cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis;

III - caução de direitos creditórios ou aquisitivos decorrentes de contratos de venda ou promessa de venda de imóveis;

IV - alienação fiduciária de coisa imóvel. ”⁸

Dessa forma, foi criada a alienação fiduciária no Brasil, mecanismo este que servia e ainda serve para garantir qualquer dívida. Na prática, o devedor transfere a propriedade do imóvel ao credor enquanto a dívida não for quitada, e assim, o credor possui o imóvel como garantia.

A importância desse mecanismo é o estabelecimento de um processo extrajudicial para conseguir passar a propriedade do devedor para o credor em caso de inadimplência. A preferência da alienação fiduciária a hipoteca acontece devido à maior rapidez no processo em caso do não pagamento da dívida. A agilidade na execução da dívida se dá, pois todo o processo acontece no Cartório Imobiliário sem que seja necessária uma ação judicial.

A integração do mercado imobiliário com o mercado de capitais foi feita a partir da criação da securitização e dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI's). Securitização é um termo que foi adaptado do inglês “*securitization*” que é uma denominação genérica dos valores mobiliários. Dessa forma, este termo transmite a ideia de criar valores mobiliários, ou seja, transformando algum bem, direito de crédito ou expectativa de receita futuras em um valor mobiliário. Portanto, securitizar é colocar valores mobiliários lastreados em receita futura no mercado de capitais. Neste caso, as incorporadoras e instituições financeiras, com o auxílio das companhias securitizadoras, transformam créditos e recebíveis imobiliários em títulos a serem negociados no mercado de capitais.

⁸ Lei nº 9514, de 20 de Novembro de 1997

Na década de 1970, profissionais do mercado financeiro internacional definiram securitização como o ato de estruturar e vender títulos negociáveis de forma que fosse distribuído entre diversos investidores individuais. Dessa forma, o risco que, anteriormente, era tomado por apenas uma pessoa ou instituição passaria a ser absorvido por mais investidores.

A securitização passou a ser entendida como uma possível solução para o grave déficit habitacional do Brasil. O volume de recursos da caderneta de Poupança, FGTS e Letras de Crédito era insuficiente e, por isso, foi necessário criar novas fontes de recursos. Assim, a criação do SFI permitiu o acesso ao mercado de capitais pelas incorporadoras e instituições financeiras que concediam financiamentos imobiliários.

“Art. 8º A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos:

I - a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individualização do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido;

II - a identificação dos títulos emitidos;

III - a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso.”⁹

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários são títulos exclusivamente emitidos por companhias securitizadoras e se caracterizam por serem de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários e constituírem promessa de pagamento em dinheiro conforme taxas e datas acordadas previamente em contrato (tabela 2.1).

⁹ Lei nº 9514, de 20 de Novembro de 1997

Tabela 1 – Calendário de Pagamento de Juros e Principal do CRI da Direcional

CRONOGRAMA DE PAGAMENTO DO VALOR DO PRINCIPAL E JUROS

Nº DE ORDEM	DATA DE PAGAMENTO	PAGAMENTO DE JUROS	AMORTIZAÇÃO DE PRINCIPAL	TAXA DE AMORTIZAÇÃO "TA"
0	12/09/2012			
1	04/10/2012	SIM	NÃO	0,000000000000%
2	05/11/2012	SIM	NÃO	0,000000000000%
3	05/12/2012	SIM	NÃO	0,000000000000%
4	03/01/2013	SIM	NÃO	0,000000000000%
5	05/02/2013	SIM	SIM	5,000000000000%
6	05/03/2013	SIM	SIM	5,26315789400%
7	04/04/2013	SIM	SIM	5,55555555500%
8	03/05/2013	SIM	SIM	5,88235294100%
9	05/06/2013	SIM	SIM	6,250000000000%
10	04/07/2013	SIM	SIM	6,66666666600%
11	05/08/2013	SIM	SIM	7,14285714200%
12	05/09/2013	SIM	SIM	7,69230769200%
13	03/10/2013	SIM	SIM	8,33333333300%
14	05/11/2013	SIM	SIM	9,09090909000%
15	05/12/2013	SIM	SIM	10,000000000000%
16	03/01/2014	SIM	SIM	11,11111111100%
17	05/02/2014	SIM	SIM	12,500000000000%
18	05/03/2014	SIM	SIM	14,28571428500%
19	03/04/2014	SIM	SIM	16,66666666600%
20	05/05/2014	SIM	SIM	20,000000000000%
21	05/06/2014	SIM	SIM	25,000000000000%
22	03/07/2014	SIM	SIM	33,33333333300%
23	05/08/2014	SIM	SIM	50,000000000000%
24	04/09/2014	SIM	SIM	100,000000000000%

Fonte – Contrato Disponível no site do Itaú¹⁰

Para a emissão do CRI, é preciso seguir uma série de etapas. A primeira é obter o Termo de Securitização, documento que possui a lista de todos os créditos que servem de lastro para a emissão do título, em seguida este é levado ao Registro de Imóveis para averbação (feito por determinação judicial dando segurança aos atos jurídicos). A próxima etapa é o registro do CRI na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que é responsável por fiscalizar, normatizar e disciplinar o Mercado de Valores Mobiliários.

A instituição do regime fiduciário sobre os créditos imobiliários, conforme Seção VI da Lei do SFI, foi essencial, pois confere maior segurança às partes envolvidas no CRI, seja quem securitiza ou quem compra o título. Ao emitir um CRI, a companhia securitizadora pode atribuir caráter fiduciário à propriedade dos créditos imobiliários que lhe servem de lastro, isto é, tais créditos são excluídos de seu patrimônio (conforme tabela 2.2). Uma vez segregados do patrimônio, os credores da companhia securitizadora não terão acesso a estes créditos em caso de insolvência da mesma, assim, os compradores dos títulos diminuem os riscos da aplicação no CRI, tendo, em sua carteira, apenas o risco de quem cedeu os créditos imobiliários.

¹⁰ ITAÚ, CRI Direcional

Tabela 2 – Trecho de um CRI acerca do Regime Fiduciário

Regime Fiduciário	Na forma do artigo 9º da Lei n.º 9.514/97, a Emissora instituirá regime fiduciário sobre a CCB, a CCI, os Créditos Imobiliários e a Garantia que lastreiam a emissão dos CRI, segregando-os do patrimônio da Emissora, até o pagamento integral dos CRI, para constituição do Patrimônio Separado.
--------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Fonte – Contrato Disponível no site do Itaú¹¹

De fato, a lei do SFI foi responsável por mudanças drásticas no setor imobiliário e financeiro. Para verificar se o avanço proposto na lei foi transformado em um avanço real para o mercado imobiliário é preciso analisar dados sobre emissão de CRI's, lançamentos imobiliários e financiamentos habitacionais que se enquadrem no SFI.

¹¹ ITAÚ, CRI Direcional

CAPÍTULO III - SFI COMO UM DOS CAMINHOS PARA O CRESCIMENTO DO MERCADO IMOBILIÁRIO

O processo de incorporação imobiliária demanda muitos estudos, tempo e, principalmente, dinheiro. A exposição de caixa nas primeiras etapas é muito grande, dessa forma, a incorporadora precisa encontrar formas de manter seu fluxo de caixa saudável. Operacionalmente, ela precisa mesclar na sua carteira projetos em diversas fases da incorporação (estudos iniciais, início de obra, final de obra e fase de repasse), isso possibilita que os lucros de um projeto sejam suficientes para pagar as despesas iniciais de terreno e sondagens de outros projetos.

Outra possibilidade é conseguir financiamentos no mercado de capitais que possibilitem arcar com estas despesas iniciais dos projetos. Portanto, neste capítulo, serão analisados dados divulgados pela Associação de Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário (ADEMI) de como o SFI foi importante para o crescimento do mercado imobiliário na cidade do Rio de Janeiro a partir, principalmente, de 2010.

III.1 – ANÁLISE DE DADOS DA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA NO ESTADO DO RIO DE JANEIRO

Após entender a dinâmica imobiliária, é possível afirmar que o processo de incorporação necessita de um capital inicial significativo e de uma estrutura operacional sólida para consolidar todos os estudos preliminares (diligências técnicas e jurídicas) que permitem uma tomada de decisão racional acerca da compra de um terreno.

A necessidade de caixa livre exige um planejamento financeiro e, para isso, é importante que a empresa tenha diversos projetos em sua carteira. Estes projetos devem estar em diferentes estágios pensando no fluxo da incorporação. Cada estágio possui sua característica de despesas e retorno de caixa. Empreendimentos com habite-se¹ possuem poucas despesas e muita receita já que os clientes necessitam quitar as unidades para que as mesmas sejam transferidas para seus nomes. Já projetos que se encontram no início de obra possuem pouca receita, pois, nem todas as unidades estão vendidas e altas despesas na medida em que a incorporadora ainda tem que desembolsar o custo de construção.

¹ Certidão emitida atestando a conclusão da obra

Entretanto, conforme visto nos capítulos anteriores, a própria incorporadora financia alguns clientes, e dessa forma, um projeto finalizado, que deveria ser a fonte de caixa para pagar as despesas iniciais de outro projeto, não é suficiente para fazer com que a empresa se desenvolva e construa novos empreendimentos. Se muitas empresas tiverem esta mesma dificuldade, o mercado como um todo não consegue crescer e se desenvolver.

A criação do SFI possibilitou que o fluxo da incorporação, que pode chegar a 10 anos conforme explicado no capítulo I, pudesse ser reduzido drasticamente. A partir de 1997, os clientes passaram a poder financiar valores maiores que duzentos (200) salários mínimos e os próprios bancos, devido às maiores garantias e autonomia, passaram a participar ativamente do processo de repasse. Estes avanços, que a lei do SFI trouxe, tiraram parte da pressão que existia sobre as incorporadoras de terem que financiar todos os clientes que não se enquadrassem no SFH e possibilitaram que a receita retornasse mais rápido para o caixa da empresa.

Apesar disso, o processo de empréstimo via bancos ainda é muito burocrático e demanda documentações detalhadas sobre renda. Portanto, diversos clientes ainda são reprovados na fase de aprovação bancária e só resta a incorporadora para financiar o saldo devedor do cliente (podendo chegar até 240 parcelas). Dessa forma, as incorporadoras ainda possuem recebíveis de longo prazo que podem atrapalhar o crescimento da empresa já que impossibilitam novas compras de terreno.

A Lei do SFI também é responsável por resolver essa questão dos recebíveis de longo prazo com a securitização de recebíveis conforme visto no capítulo 2. As incorporadoras podem, atualmente, securitizar seus recebíveis e focar na sua própria operação, a incorporação imobiliária. “A emissão de CRI (...) cumpre um papel comparável a um financiamento aos moldes do Plano Empresário, uma espécie de Project Finance do setor imobiliário que possibilita que bancos financiem todas as etapas de desenvolvimento de um empreendimento imobiliário.”²

Os terrenos demoram cerca de quatorze (14) a vinte e quatro (24) meses, a partir da compra, para serem lançados no mercado devido a todos os estudos explicados no capítulo I. Ao analisar as emissões de CRI's a partir do ano de 2008 é possível verificar que o SFI teve um papel importante no crescimento do mercado imobiliário que tivemos no Brasil a partir de 2010.

² UQBAR, CRI viabiliza financiamento de todas etapas de empreendimento imobiliário

De acordo com a Companhia Brasileira de Securitização (CIBRASEC)³, houve um aumento consistente no volume emitido de CRI's a partir de 2006, quando esse mecanismo de financiamento imobiliário passou a ser usado com maior frequência devido à, principalmente, dois fatores. O primeiro era a necessidade de financiamento das empresas do mercado imobiliário e o segundo se deu pelo aumento da atratividade destes títulos já que a taxa SELIC⁴ estava sendo reduzida pelo governo (tabela 3.1) e os investidores começaram a enxergar o CRI como uma alternativa atrativa para o investimento.

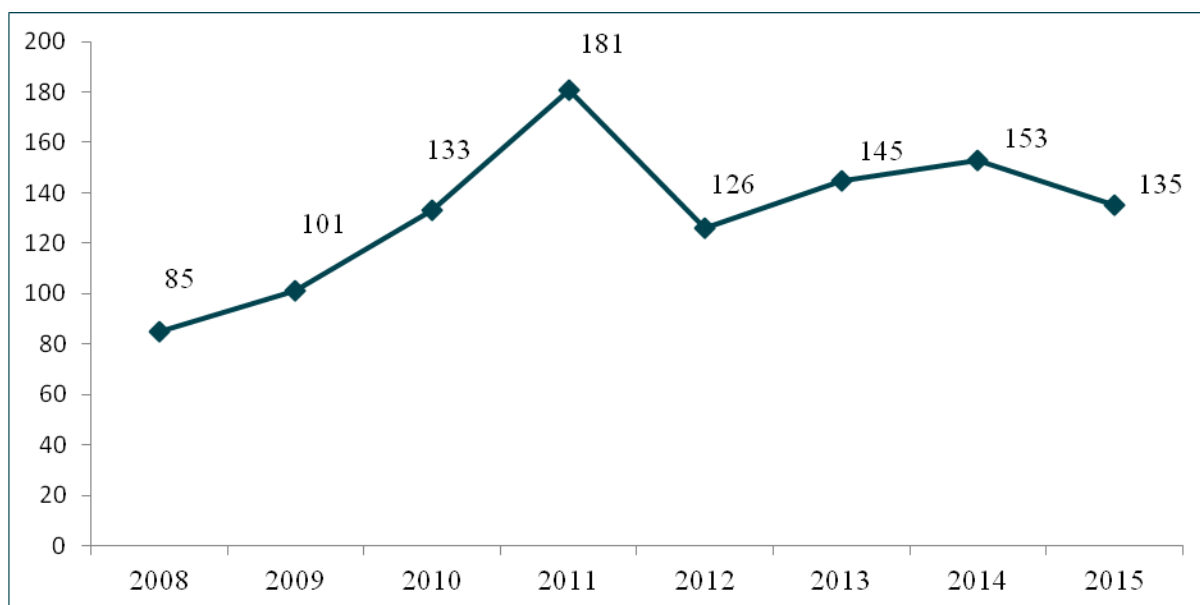
Tabela 1 – Evolução da Taxa SELIC de 2003 a 2007

TAXA SELIC	2003	2004	2005	2006	2007
Média Anual	23,47%	16,38%	19,12%	14,91%	12,04%

Fonte – Tabela elaborada com dados do site do Banco Central do Brasil

A emissão de CRI's possibilitou que investimentos de pessoas físicas (com incentivos fiscais) e do mercado de capitais migrassem para o mercado imobiliário. De 2008 a 2015, foram emitidos 1059 CRI's, sendo que todos os anos foram maiores que o ano de 2008 (gráfico 3.1).

Gráfico 1 – Emissões Totais de CRI – Número de Operações



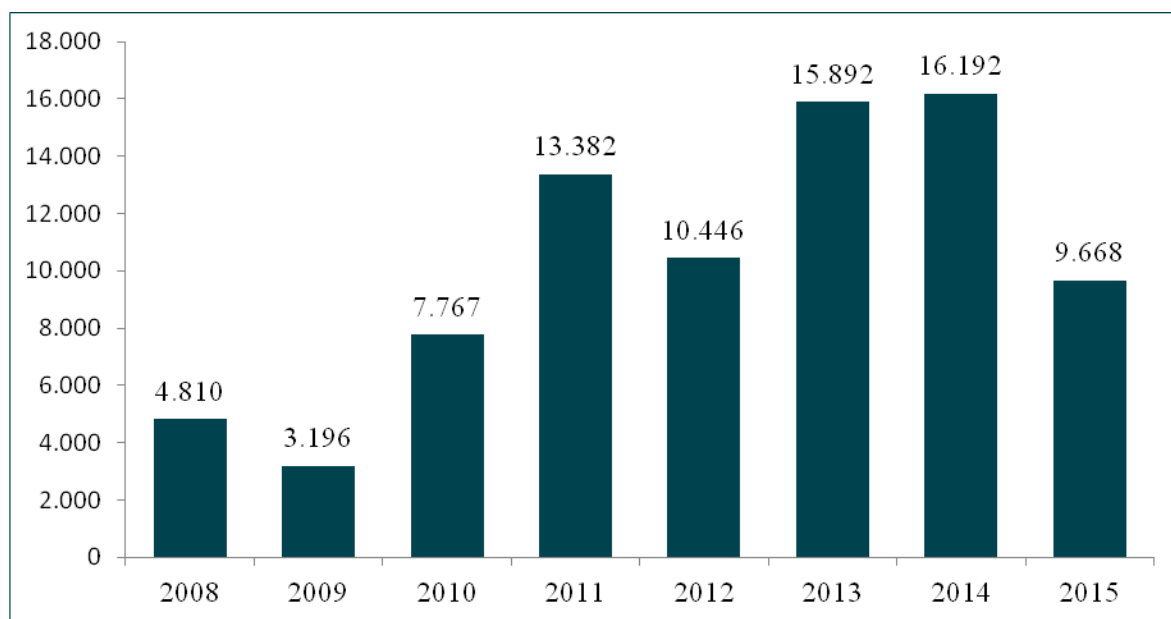
Fonte – ANBIMA

³ CIBRASEC, Saiba sobre a evolução do mercado

⁴ BANCO CENTRAL DO BRASIL, Histórico das taxas de juros

As emissões de CRI de 2008 até 2015 somaram um valor total de 81,3 Bilhões de Reais (gráfico 3.2). No país inteiro, todo esse volume foi destinado para o financiamento das incorporadoras que possuíam recebíveis de longo prazo e precisavam de dinheiro no curto prazo para se desenvolverem. “O mercado de emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) apresentou crescimento de mais de 100,0% em 2010, (...)”⁵

Gráfico 2 – Emissões Totais de CRI – Volume (R\$ Milhões)



Fonte – ANBIMA⁶

Esse volume emitido de CRI foi essencial para que as incorporadoras pudessem comprar terrenos e se desenvolvessem. A compra de novos terrenos é o primeiro passo da incorporação imobiliária conforme visto no Capítulo I, portanto, é uma etapa fundamental. Entretanto, quando se analisa o crescimento do mercado imobiliário, os principais dados que devem ser levados em consideração são os lançamentos e as vendas.

Conforme discutido anteriormente, para lançar um empreendimento é preciso que diversos estudos e desembolsos financeiros sejam realizados, de tal forma que, esta etapa necessita de um grande montante de caixa livre. Um descompasso no fluxo de caixa da incorporadora obriga que esta obtenha algum tipo de financiamento para poder adquirir novos terrenos, e assim, o CRI se torna uma opção viável e barata já que possui diversas garantias reais (próprios imóveis).

⁵ UQBAR, Mercado de CRI dobra de tamanho em 2010

⁶ ANBIMA, Certificados de Recebíveis Imobiliários

Segundo a CIBRASEC⁷, as emissões de CRI começaram a se popularizar em 2006, portanto, é possível enxergar as consequências disso ao verificarmos a evolução de unidades lançadas na cidade no Rio de Janeiro a partir de 2007, segundo a ADEMI-RJ⁸ (tabela 3.2). O efeito não é imediato, pois o investimento na incorporação imobiliária leva em torno de 12 a 24 meses para começar a dar retorno financeiro. Este retorno financeiro é a receita das unidades vendidas que precisam ser, inicialmente, lançadas e vendidas no mercado.

Tabela 2 – Evolução dos Lançamentos no Rio de Janeiro de 2004 a 2009

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	TOTAL
Lançamentos	Empreendimentos	86	80	70	94	60	75	465
	Unidades	6.439	8.987	8.773	13.461	12.072	14.243	63.975

Fonte – Tabela elaborada com dados da ADEMI

Apesar do efeito nos lançamentos já ser evidente em 2007, segundo o gráfico 3.2, a partir de 2010, as emissões de CRI foram mais significativas⁹ e geraram caixa suficiente para novas compras de terreno que possibilitaram um aumento ainda maior do que o visto em 2007 na cidade do Rio de Janeiro.

Ao analisar os lançamentos dos anos de 2010 a 2013, segundo a ADEMI-RJ¹⁰ (tabela 3.3), todos foram, pelo menos, 35% maiores se comparados com o ano de 2009 que já havia sido 60% maior se comparado com 2006.

Tabela 3 – Evolução dos Lançamentos no Rio de Janeiro de 2010 a 2015

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	TOTAL
Lançamentos	Empreendimentos	119	145	165	152	130	75	786
	Unidades	19.861	25.197	19.252	21.247	16.970	6.810	109.337

Fonte – Tabela elaborada com dados da ADEMI

⁷ CIBRASEC, Saiba sobre a evolução do mercado

⁸ ADEMI, Relatórios Mensais

⁹ Aumento de mais de 100% se comparado ao ano anterior

¹⁰ ADEMI, Relatórios Mensais

Os dados apresentados mostram que o CRI foi importante para o crescimento do mercado imobiliário, todavia, não basta analisar apenas os lançamentos, já que é preciso verificar se as unidades que foram colocadas no mercado estavam sendo comercializadas.

Até 2010, a ADEMI¹¹ divulgava a quantidade e a forma (à vista, financiamento direto, financiamento com a CEF e com Bancos Privados) das vendas realizadas no ano. Dessa forma, é possível identificar a importância do SFI no financiamento das novas vendas, já que até 1997, o BNH e a CEF possuíam o monopólio deste tipo de financiamento enquanto os bancos privados eram proibidos de entrar nesta dinâmica.

Segundo a tabela 3.4, a participação dos bancos privados no financiamento imobiliário foi crescente de 2004 a 2009, passando de 5,2% para 48,8%. Neste período, 33,8% das vendas (na média) foram feitas através de financiamento de bancos privados, número que mostra que essa modalidade cresceu, popularizou-se e tornou-se essencial.

Tabela 4 – Evolução das Vendas no Rio de Janeiro de 2004 a 2009

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	TOTAL
Vendas	À Vista	164	328	139	161	295	132	1.219
	Financiamentos Diretos	3.163	2.782	3.328	2.972	2.725	3.249	18.219
	CEF	170	41	109	967	1.193	124	2.604
	Bancos Privados	193	201	1.049	3.580	2.891	3.351	11.265
	TOTAL	3.690	3.352	4.625	7.680	7.104	6.856	33.307

Fonte – Tabela elaborada com dados da ADEMI

A partir de 2011, a ADEMI não divulga a informação acerca da forma de pagamento das vendas realizadas no período. Portanto, a média dos anos de 2008 a 2010 foi utilizada para dividir as vendas dos anos posteriores a 2010 (tabela 3.5). Assim, obteve-se um total de 41.336 unidades vendidas através do financiamento privado que corresponde a 53% das vendas realizadas de 2010 a 2015. Além disso, é possível observar que houve um crescimento significativo do número de vendas, acima de 48% quando se compara as vendas totais dos anos a partir de 2010 com as de 2009.

¹¹ ADEMI, Relatórios Mensais

Tabela 5 – Evolução das Vendas no Rio de Janeiro de 2010 a 2015

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	TOTAL
Vendas	À Vista	121	357	228	278	197	167	1.349
	Financiamentos Diretos	4.390	6.761	4.315	5.252	3.731	3.166	27.616
	CEF	1.448	1.804	1.151	1.401	995	845	7.644
	Bancos Privados	8.438	9.576	6.112	7.440	5.285	4.485	41.336
	TOTAL	14.397	18.498	11.807	14.371	10.209	8.663	77.945

Fonte – Tabela elaborada com dados da ADEMI

É notável que o mercado imobiliário na Cidade do Rio de Janeiro passou por um período de grande desenvolvimento a partir de 2010. As instituições privadas (securitizadoras e bancos) foram determinantes neste processo de desenvolvimento do setor. O volume emitido de CRI impactou positivamente no maior número de empreendimento lançados e os bancos privados foram responsáveis por no mínimo 50% das vendas do período analisado, percentual significativamente maior se comparado ao período de 2004 a 2009, conforme tabela 3.4.

CONCLUSÃO

O objetivo deste texto foi analisar o impacto do SFI para a incorporação imobiliária do Rio de Janeiro a partir de 2010. Para isso, é necessário que o leitor conheça o processo de incorporação imobiliária e quais os principais participantes da dinâmica imobiliária.

O conhecimento da lei do SFH e da lei do SFI é essencial para que os dados apresentados possam ser entendidos como exclusivamente mérito do SFI. Nesta lei, novos instrumentos de financiamentos imobiliários foram criados para as incorporadoras e para os clientes finais das unidades construídas.

Para as incorporadoras, mecanismos de securitização foram criados e estes possibilitaram que recebíveis de longo prazo pudessem ser adiantados. Estes adiantamentos foram muito importantes para que as empresas pudessem continuar comprando novos terrenos e perpetuando o mercado imobiliário, em geral.

A partir de 2006, mais de 80 Bilhões de Reais do mercado de capitais foram destinados para o mercado imobiliário pelo meio dos CRI's, forma de securitização criada pelo SFI. É possível perceber que os lançamentos no Rio de Janeiro cresceram muito a partir de 2010 (pelo menos 35% a mais se comparado com o ano de 2009) já que o capital oriundo dos CRI's foi destinado para a compra de novos terrenos.

Já os clientes finais passaram a poder financiar unidades com valor acima de duzentos (200) salários mínimos com todos os bancos. Até 1997, apenas bancos públicos podiam financiar imóveis. O SFI possibilitou o ingresso dos bancos privados nessa dinâmica e a participação destes passou de 5,2% em 2004 para mais de 53% a partir de 2010.

Todos estes dados mostram que a securitização, o valor financiado e a entrada dos bancos privados na dinâmica imobiliária foram uma revolução para o setor, e, somente, passaram a integrar a dinâmica imobiliária a partir da instituição do SFI. Logo, este foi essencial para o crescimento do mercado imobiliário da cidade do Rio de Janeiro a partir de 2010.

BIBLIOGRAFIA

ABECIP, SFI – Como Funciona o Novo SFI. Disponível em: <<https://www.abecip.org.br/publicacoes/livros>>. Acesso em: 20 Junho. 2015.

ABECIP, SFI – O Crédito Imobiliário no Brasil – Caracterização e Desafios (FGV). Disponível em: <<https://www.abecip.org.br/publicacoes/livros>>. Acesso em: 20 Junho. 2015.

ABECIP, Origem do SFH e SFI. Disponível em: <<https://www.abecip.org.br/credito-imobiliario/historia>>. Acesso em: 29 Fevereiro 2016.

ABECIP, SFI – Um novo Modelo Habitacional. Disponível em: <http://www.abecip.org.br/imagens/conteudo/publicacoes_e_artigos/sfi_-_um_novo_modelo_habitacional.pdf>. Acesso em: 20 Junho. 2015.

ABRAINC, O Guia da Incorporação Imobiliária. Disponível em: <http://abrainc.org.br/wp-content/uploads/2015/08/cartilha_guia_incorporacoes_rev_08_07.pdf>. Acesso em: 02 Abril 2016.

ADEMI, Relatórios Mensais. Disponível em: <http://www.ademi.org.br/rubrique.php3?id_rubrique=126>. Acesso em: 15 Fevereiro 2016.

ANBIMA, Certificados de Recebíveis Imobiliários. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estatisticas/certificados-de-recebiveis-imobiliarios/Pages/Consulta-e-estatisticas.aspx>>. Acesso em: 02 Abril 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Histórico das taxas de juros. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>>. Acesso em: 29 Fevereiro 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Taxa SELIC. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/n/selictaxa>>. Acesso em: 29 Fevereiro 2016.

BARROS, A. M. F. B.; CARVALHO, C. S. e MONTANDON, D. T. (2010). *“O Estatuto da Cidade comentado (Lei Nº 10. 257 de 10 de julho de 2001)”*

CETIP, Disponível em: <<https://www.cetip.com.br/>> Acesso em: 02 Abril 2016

CIBRASEC, Saiba sobre a evolução do mercado. Disponível em: <<http://www.cibrasec.com.br/evolucao.html>>. Acesso em: 02 Abril 2016.

CRECI RJ, Alienação Fiduciária. Disponível em: <<http://creci-rj.gov.br/alienacao-fiduciaria/>>. Acesso em: 29 Fevereiro 2016.

EconomiaNet, Sistema Financeiro de Habitação. Disponível em: <http://www.economiabr.net/economia/2_sfh.html>. Acesso em: 10 Março 2016.

Escola Online de Investimentos Imobiliários, Estudo de Massa: Calcule o Potencial Construtivo do Seu Terreno. Disponível em: <<http://rexperts.com.br/estudo-de-massas/>>. Acesso em: 12 Fevereiro 2016.

HARVEY, David, *Social Justice and the City*, John Hopkins University Press 1973

ImóveisSJC, O que é Incorporação Imobiliária? Disponível em: <<http://www.imoveissjc.com/informaciones.php?id=27>>. Acesso em: 12 Fevereiro 2016.

Instituto Brasileiro de Desenvolvimento da Arquitetura, Tipos de Solo e investigação do subsolo. Disponível em: <<http://www.forumdaconstrucao.com.br/conteudo.php?a=9&Cod=126>>. Acesso em: 12 Fevereiro 2016.

ITAÚ, CRI Direcional. Disponível em: <https://www.itaub.com.br/_arquivosstaticos/itauBBA/Prospectos/CRI_Direcional_-_Prospecto_Definitivo_-_284_Serie_da_1_Emissao_da_Brazilian_.pdf>. Acesso em: 12 Fevereiro 2016.

Lei nº 4380, de 21 de Agosto de 1964

Lei nº 9514, de 20 de Novembro de 1997

LOURENÇON, Ana Carolina, Construção Mercado, Promessa de Construção. Disponível em: <<http://construcaomercado.pini.com.br/negocios-incorporacao-construcao/119/artigo283903-1.aspx>>. Acesso em: 12 Fevereiro 2016.

Material de Lançamento do Reserva Pontal lifestyle

Portal VGV, O que é Incorporação Imobiliária? Saiba o significado deste termo tão comum no mercado imobiliário. Disponível em: <<http://www.portaltvgv.com.br/site/o-que-e-incorporacao-imobiliaria-saiba-o-significado-deste-termo-tao-comum-no-mercado-imobiliario/>>. Acesso em: 27 Fevereiro 2016.

QUIZA, Eduardo, Estado de São Paulo, Moody's e Fitch alertam para risco de financiamento direto de imóveis. Disponível em: <<https://incorporacaoimobiliaria.com/tag/tabela-direta/>>. Acesso em: 29 Fevereiro 2016.

MDL Realty, Relatório “Taxas de Repasse”, 2015

MDL Realty, Modelo de Viabilidade de Compra de Terreno', 2015

ROYER, Luciana de Oliveira, *Sistema Financeiro Habitacional e Sistema Financeiro Imobiliário: limites e possibilidades*

SAMANEZ, Carlos Patricio, *Matemática Financeira*, Pearson, 2010

UQBAR, CRI viabiliza financiamento de todas etapas de empreendimento imobiliário comercial. Disponível em: <http://www.tlon.com.br/cri/jornal/artigos/8480-cri-viabiliza-financiamento-de-todas-etapas-de-empreendimento-imobiliario-comercial>. Acesso em: 10 Janeiro 2016.

UQBAR, Mercado de CRI dobra de tamanho em 2010. Disponível em: <<http://www.tlon.com.br/cri/jornal/artigos/8560-mercado-de-cri-dobra-de-tamanho-em-2010>>. Acesso em: 10 Janeiro 2016.

UQBAR, *Securitização de Ativos Financeiros*, 2014

VIZIA, De Bruno, Construção Mercado, Volume de repasses desafia setor. Disponível em: <<http://construcaomercado.pini.com.br/negocios-incorporacao-construcao/130/artigo283999-1.aspx>>. Acesso em: 12 Fevereiro 2016